

넷마블 (251270)

기대반 우려반

4분기 실적은 예상을 하회

넷마블이 2018년 4분기 예상을 하회하는 실적을 기록했다. 매출은 전 분기대비 7.4% 감소했으며 영업이익은 마케팅비용 감소에도 불구하고 전분기대비 43.5% 감소했다. “MC&C”, “쿠키잼” 등 북미 게임을 제외한 대부분의 게임매출이 감소했으며, “블레이드앤소울 레볼루션”의 매출도 약 292억원(전체매출의 6%, 일매출 15억원 내외)으로 시장기대치를 하회했기 때문이다. 국내의 “리니지2 레볼루션”의 매출은 약 1,023억원(전체매출의 21%)으로 전분기대비 15% 감소했다. 신규게임 출시가 1분기 말 이후로 예정되어 있다는 점에서 1분기 실적도 큰 폭의 개선은 어려울 전망이다. “블스 레볼루션” 매출의 온기반영에도 불구하고 일부 게임들의 매출감소가 지속되고 마케팅비용 등이 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

풍부한 라인업, 펀더멘탈 개선 여부는 2분기부터

부진이 예상되는 단기실적에도 불구하고 2분기 이후 풍부한 라인업이 본격 출시된다는 점에서 턴어라운드 여부를 가늠해 볼 수 있을 전망이다. 1분기 말 일본 “요괴워치”(일본)를 시작으로 “AS”(국내), “일곱개의 대적”(일본), “세븐나이츠2”, “BTS World”(글로벌), “킹오브파이터즈”(국내)등을 2분기내에 출시할 계획이다. 양적인 측면에서도 풍부하지만 질적인 측면에서도 기대해 볼 수 있는 게임들이라는 점과, 출시시장이 다양하다는 점에서 실적을 견인할 가능성은 커 보인다. 이후에도 “블레이드앤소울 레볼루션”이 3분기 일본을 시작으로 4분기 글로벌 출시를 계획하고 있고, 불확실성은 상존하나 중국 외자판호 발급에 대한 조심스러운 기대까지 고려한다면 2분기 이후 라인업의 성과에 주목해야 할 것이다.

넥스 인수에 대한 판단은 유보

넷마블은 컨퍼런스콜을 통해 넥스 인수에 대한 의지를 밝혔다. 인수구조는 넷마블 자체현금에 재무적인 투자자 유치, 일부 차입 등이 될 것이라 언급했다. 인수구조를 고려할 때, IP확보를 위한 단순 참여가 아닌 경영권확보에 기반한 다양한 노림수가 있는 것으로 판단된다. 넥스 인수를 통한 외형확대, IP 활용, 글로벌 유통 등 다양한 시너지를 고려해 볼 수 있겠으나, 전반적인 판단은 인수여부가 구체화 된 이후에나 가능할 것이다. 실적은 비록 실망스러웠으나, 예상보다 양적, 질적으로 풍부한 국내의 신규게임 라인업의 흥행가능성을 고려해 투자의견 BUY를 유지한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 180,000원 | CP(2월 13일): 123,500원

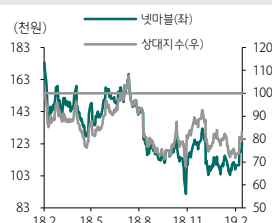
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,201.48
52주 최고/최저(원)	166,500/91,800
시가총액(십억원)	10,530.4
시가총액비중(%)	0.87
발행주식수(천주)	85,266.1
60일 평균 거래량(천주)	306.0
60일 평균 거래대금(십억원)	34.9
18년 배당금(예상, 원)	360
18년 배당수익률(예상, %)	0.32
외국인지분율(%)	24.92
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 11 인	25.18
씨제이이엔엠	21.95
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.9 0.8 (15.4)
상대	0.8 3.0 (8.0)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,072.3	2,639.0
영업이익(십억원)	265.0	495.6
순이익(십억원)	251.5	427.8
EPS(원)	2,594	4,360
BPS(원)	54,469	59,357

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	1,500.0	2,424.8	2,021.3	2,304.1	2,761.4
영업이익	십억원	294.7	509.8	241.7	273.0	449.8
세전이익	십억원	275.6	471.5	290.5	293.0	469.8
순이익	십억원	174.0	309.8	189.6	206.6	323.8
EPS	원	2,719	3,898	2,226	2,423	3,797
증감률	%	32.7	43.4	(42.9)	8.8	56.7
PER	배	N/A	48.36	50.09	50.97	32.53
PBR	배	N/A	3.70	2.09	2.23	2.10
EV/EBITDA	배	N/A	24.17	20.91	18.30	12.55
ROE	%	15.29	11.17	4.27	4.46	6.65
BPS	원	17,949	50,922	53,311	55,379	58,824
DPS	원	0	360	360	360	360



Analyst 황승택
02-3771-7519
sthwang@hanafn.com

RA 정우상
02-3771-8547
ws.jung@hanafn.com

표 1. 넷마블의 4분기 잠정실적

(단위: 백만원)

기존게임의 매출감소,
“블레이드앤 소울 레볼루션”의 기대치
이하의 성과 등으로 예상을 하회하는
실적을 기록

	4Q17	3Q18	4Q18P	YoY(%)	QoQ(%)	추정치	차이(%)
총매출액	615,800	526,000	487,100	(20.9)	(7.4)	557,590	(12.6)
영업비용	523,200	458,700	449,100	(14.2)	(2.1)	498,417	(9.9)
지급수수료	261,900	215,700	206,600	(21.1)	(4.2)	232,121	(11.0)
인건비	94,200	101,800	110,700	17.5	8.7	112,818	(1.9)
광고선전비	119,400	85,100	73,400	(38.5)	(13.7)	94,790	(22.6)
기타(감가상각비 제외)	30,400	36,600	34,100	12.2	(6.8)	38,798	(12.1)
감가상각비	17,300	19,500	24,300	40.5	24.6	19,890	22.2
영업이익	92,600	67,300	38,000	(59.0)	(43.5)	59,173	(35.8)
이익률(%)	15.0	12.8	7.8			10.6	
계속사업이익	70,700	71,800	26,000	(63.2)	(63.8)	63,673	(59.2)
이익률(%)	11.5	13.7	5.3			11.4	
순이익	54,200	55,100	14,600	(73.1)	(73.5)	48,264	(69.7)
이익률(%)	8.8	10.5	3.0			8.7	

자료: 넷마블, 하나금융투자

표 2. 넷마블의 실적현황 및 전망

(단위: 백만원)

	2017	2018P	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
총매출액	2,424,794	2,021,300	2,304,131	507,400	500,800	526,000	487,100	505,219	547,639	607,979	643,294
YoY%	61.7	(16.6)	14.0	(17.6)	(1.3)	5.0	(7.4)	3.7	8.4	11.0	5.8
영업비용	1,915,196	1,779,600	2,031,166	433,200	438,600	458,700	449,100	469,649	495,535	519,777	546,204
YoY%	58.9	(7.1)	14.1	(17.2)	1.2	4.6	(2.1)	4.6	5.5	4.9	5.1
지급수수료	1,002,500	842,600	975,966	212,800	207,500	215,700	206,600	219,479	231,569	255,394	269,524
인건비	363,400	413,100	452,971	98,900	101,700	101,800	110,700	111,707	112,724	113,751	114,789
광고선전비	381,200	311,800	341,602	74,700	78,600	85,100	73,400	78,309	87,622	83,227	92,444
기타(감가상각비 제외)	103,396	132,100	158,468	30,000	31,400	36,600	34,100	35,368	38,338	41,617	43,144
감가상각비	64,700	80,000	102,158	16,800	19,400	19,500	24,300	24,786	25,282	25,787	26,303
영업이익	509,598	241,700	272,965	74,200	62,200	67,300	38,000	35,570	52,104	88,202	97,090
YoY%	72.9	(52.6)	12.9	(19.9)	(16.2)	8.2	(43.5)	(6.4)	46.5	69.3	10.1
OpM%	21.0	12.0	11.8	14.6	12.4	12.8	7.8	7.0	9.5	14.5	15.1
계속사업이익	475,593	290,500	292,965	105,000	87,700	71,800	26,000	40,570	57,104	93,202	102,090
YoY%	61.4	(38.9)	0.8	48.5	(16.5)	(18.1)	(63.8)	56.0	40.8	63.2	9.5
순이익	362,652	214,900	222,068	78,900	66,300	55,100	14,600	30,752	43,285	70,647	77,384
YoY%	23.1	(40.7)	3.3	45.6	(16.0)	(16.9)	(73.5)	110.6	40.8	63.2	9.5

자료: 넷마블, 하나금융투자

넷마블 Conference Call 내용

[4분기 실적 요약]

- 매출 4,871억원(-20.9% YoY, -7.4% QoQ), 영업이익 380억원(-59.0% YoY, -43.5% QoQ)
- “블레이드앤소울 레볼루션” 매출 약 292억원 평균 일매출 14.6억원 내외 기록
- “리니지2 레볼루션” 국내외 통합기준 약 1,023억원으로 QoQ 15% 내외 감소, 일매출 11억원 내외
- 마케팅비용 “블소” 런칭에도 불구하고 QoQ 14% 감소(734억원)

[게임별 출시일정]

- 1분기 : “요괴워치 메달워즈”(일본, 3월말)
- 2분기 : “A3”, “세븐나이츠2 MMO”, “킹오브파이터즈:올스타” 국내(2분기초), “일곱개의 대죄”(일본, “BTS World”, “세븐나이츠2”)

[Q&A]

“블소레볼루션”

- “블소레볼루션” 3분기 정도 일본 런칭, 연내 글로벌 서비스 동시 준비.
- 국내성과 내부적 목표보다 결과가 좋은 편은 아님, 사양이슈
- 현재 7억원 이상 일매출이 나오고 있으며, 타 게임대비 일매출이 꾸준함

넥스 인수

- 자본조달 : 자체현금, 재무적 투자자 유치, 일부 차입. 일정공유 어려움.W
- 시너지 : 보유 게임 IP, 게임 개발 역량과 넷마블의 글로벌 퍼블리싱 역량이 결합 기대
- 공개매수 가능성은 생각하고 있음

2019년도 게임 시장

- 2019년 신작은 다양한 장르를 망라, 닌텐도 스위치 플랫폼도 준비중
- 글로벌 게임시장 트렌드는 디바이스 플랫폼 경계가 없어지는 것

판호 발급 가능성

- 긍정적으로 바라보고 있음. 외자판호도 곧 오픈되지 않을까 조심스럽게 기대

일본 출시하는 “일곱개의 대죄” 및 “요괴워치” 관련 마케팅 계획

- “일곱개의 대죄”는 현재 개발 마무리. 대작 프로젝트임, 여기에 걸맞는 마케팅을 집행할 예정, 본시장 최상위권을 목표
- “요괴워치”는 캐주얼 유저대상 대전게임, 큰 마케팅보다 IP의 브랜드인지도 활용, 론칭 시점에 규모있는 마케팅 예정.

“BTS World”

- “BTS월드”는 실사사진 및 영상 기반의 시네마틱 육성 게임, 특유의 높은 수준의 교감 예상, 교감을 높일 수 있는 추가작업
- 출시는 2분기, BTS 인지도 급상승 및 브랜드 밸류 레벨 상승에 걸맞게 완성도 높이는 작업, 신곡활동도 연계
- BM은 육성, 스토리텔링 게임 과금 모델이 적용 됐으며, 글로벌 출시를 목표

“킹오브파이터즈”

- 국내 런칭 준비하면서 일본에서의 문제는 개선했으며, 한국 유저 특성에 맞는 실시간 PvP, 타임어택과 같은 요소를 보강

추정 재무제표

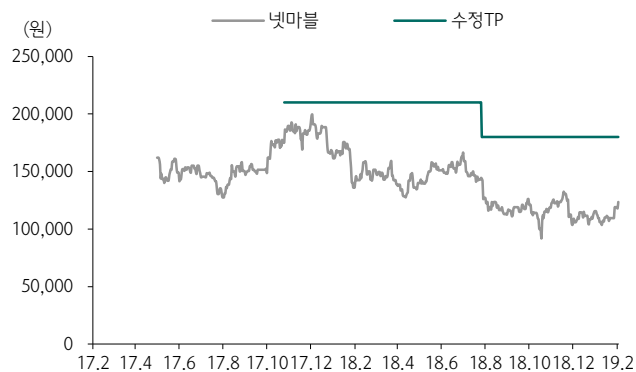
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	1,500.0	2,424.8	2,021.3	2,304.1	2,761.4
매출원가	751.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	748.5	2,424.8	2,021.3	2,304.1	2,761.4
판매비	453.9	1,915.0	1,779.6	2,031.2	2,311.6
영업이익	294.7	509.8	241.7	273.0	449.8
금융손익	0.3	11.6	64.9	0.0	0.0
중속/관계기업손익	(3.5)	(5.6)	(1.3)	0.0	20.0
기타영업외손익	(16.0)	(44.2)	(14.8)	20.0	0.0
세전이익	275.6	471.5	290.5	293.0	469.8
법인세	66.3	110.6	75.5	71.2	122.3
계속사업이익	209.2	360.9	214.9	221.8	347.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	209.2	360.9	214.9	221.8	347.6
비지배주주지분	35.3	51.1	25.3	15.2	23.8
순이익	174.0	309.8	189.6	206.6	323.8
지배주주순이익	238.8	522.8	224.1	205.9	322.7
NOPAT	223.8	390.2	178.8	206.6	332.8
EBITDA	325.3	574.5	337.0	429.7	603.8
성장성(%)					
매출액증가율	39.8	61.7	(16.6)	14.0	19.8
NOPAT증가율	34.8	74.4	(54.2)	15.5	61.1
EBITDA증가율	31.2	76.6	(41.3)	27.5	40.5
영업이익증가율	30.8	73.0	(52.6)	12.9	64.8
(지배주주)순이익증가율	44.4	78.0	(38.8)	9.0	56.7
EPS증가율	32.7	43.4	(42.9)	8.8	56.7
수익성(%)					
매출총이익률	49.9	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	21.7	23.7	16.7	18.6	21.9
영업이익률	19.6	21.0	12.0	11.8	16.3
계속사업이익률	13.9	14.9	10.6	9.6	12.6
투자지표					
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,719	3,898	2,226	2,423	3,797
BPS	17,949	50,922	53,311	55,379	58,824
CFPS	5,301	7,365	3,998	5,274	7,315
EBITDAPS	5,084	7,228	3,957	5,040	7,081
SPS	23,445	30,508	23,734	27,023	32,386
DPS	0	360	360	360	360
주가지표(배)					
PER	N/A	48.4	50.1	51.0	32.5
PBR	N/A	3.7	2.1	2.2	2.1
PCFR	N/A	25.6	27.9	23.4	16.9
EV/EBITDA	N/A	24.2	20.9	18.3	12.6
PSR	N/A	6.2	4.7	4.6	3.8
재무비율(%)					
ROE	15.3	11.2	4.3	4.5	6.6
ROA	10.2	8.5	3.5	3.7	5.5
ROIC	37.9	36.0	12.3	14.9	26.9
부채비율	49.4	19.8	14.4	15.4	16.2
순부채비율	(8.4)	(51.0)	(55.7)	(58.1)	(60.5)
이자보상배율(배)	149.2	37.8	1,610.7	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산	721.5	2,918.4	3,166.7	3,447.5	3,832.2
금융자산	419.8	2,551.3	2,876.3	3,104.1	3,420.6
현금성자산	272.7	1,907.8	2,367.3	2,502.1	2,699.2
매출채권 등	248.7	303.2	239.8	283.6	339.9
재고자산	1.9	2.4	1.9	2.2	2.6
기타유동자산	51.1	61.5	48.7	57.6	69.1
비유동자산	1,235.9	2,429.3	2,229.7	2,213.7	2,240.8
투자자산	543.8	974.7	771.0	911.8	1,092.8
금융자산	537.4	951.9	753.0	890.5	1,067.2
유형자산	122.9	145.4	143.1	45.9	(51.3)
무형자산	540.0	1,236.8	1,259.5	1,200.0	1,143.2
기타비유동자산	29.2	72.4	56.1	56.0	56.1
자산총계	1,957.4	5,347.7	5,396.4	5,661.2	6,072.9
유동부채	421.2	501.3	351.2	403.2	470.0
금융부채	109.1	41.0	34.3	39.6	46.5
매입채무 등	215.7	248.6	196.6	232.5	278.7
기타유동부채	96.4	211.7	120.3	131.1	144.8
비유동부채	225.8	381.2	329.5	350.7	378.0
금융부채	200.3	234.0	213.1	213.1	213.1
기타비유동부채	25.5	147.2	116.4	137.6	164.9
부채총계	647.1	882.4	680.7	753.9	848.1
지배주주지분	1,216.4	4,329.5	4,545.4	4,721.8	5,015.6
자본금	6.8	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	1,200.3	3,842.1	3,849.1	3,849.1	3,849.1
자본조정	(369.5)	(422.6)	(405.1)	(405.1)	(405.1)
기타포괄이익누계액	84.8	298.6	330.5	330.5	330.5
이익잉여금	293.9	602.9	762.4	938.8	1,232.5
비지배주주지분	94.0	135.8	170.3	185.5	209.3
자본총계	1,310.4	4,465.3	4,715.7	4,907.3	5,224.9
순금융부채	(110.5)	(2,276.3)	(2,629.0)	(2,851.4)	(3,161.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	197.1	503.4	197.7	393.4	520.6
당기순이익	209.2	360.9	214.9	221.8	347.6
조정	70.2	161.3	42.9	156.7	153.9
감가상각비	30.6	64.7	95.3	156.7	153.9
외환거래손익	1.8	10.3	(13.1)	0.0	0.0
지분법손익	(3.1)	7.9	(7.2)	0.0	0.0
기타	40.9	78.4	(32.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채	(82.3)	(18.8)	(60.1)	14.9	19.1
변동					
투자활동 현금흐름	(207.3)	(1,432.7)	277.2	(233.7)	(300.4)
투자자산감소(증가)	(97.3)	(425.3)	205.0	(140.8)	(181.0)
유형자산감소(증가)	(89.3)	(30.0)	(17.8)	0.0	0.0
기타	(20.7)	(977.4)	90.0	(92.9)	(119.4)
재무활동 현금흐름	63.0	2,527.3	(11.9)	(24.8)	(23.1)
금융부채증가(감소)	263.7	(34.3)	(27.7)	5.4	6.9
자본증가(감소)	276.2	2,643.5	7.1	0.0	0.0
기타재무활동	(473.0)	(81.9)	39.3	(0.0)	0.0
배당지급	(3.9)	0.0	(30.6)	(30.2)	(30.0)
현금의 증감	56.7	1,635.1	459.5	134.8	197.0
Unlevered CFO	339.1	585.4	340.5	449.7	623.8
Free Cash Flow	107.2	473.4	179.8	393.4	520.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.8	BUY	180,000		
17.11.6	BUY	210,000	-24.74%	-5.00%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 02월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2019년 02월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.